3Ç26 Kâr Değerlendirmesi

9 Kasım 2026

AYGAZ

Nötr

Analist: Ezgi Yılmaz
ezgi.yilmaz@akyatirim.com.tr

Ana faaliyetlerde güçlü performans…

Aygaz'ın, 3Ç26'da net karı 7.216 milyon TL (+%227 y/y) olurken piyasa eklentisinin (5.471 milyon TL) ve bizim tahminimizin (5.767 milyon TL) üzerinde geldi. FAVÖK, yıllık %37 artışla 1.786 milyon TL seviyesinde gerçekleşerek piyasa beklentisini ve 1.355 milyon TL olan tahminimizi aştı. Tahminimizden sapmada Tüpraş'ın beklentilerin üzerinde gerçekleşen net kârı, daha güçlü faaliyet kârı ve yüksek net finansal gelirler etkili oldu. Net kârdaki yıllık %227 artış ise Tüpraş'tan sağlanan daha yüksek katkı, faaliyet kârındaki büyüme ve daha düşük efektif vergi oranından kaynaklandı.

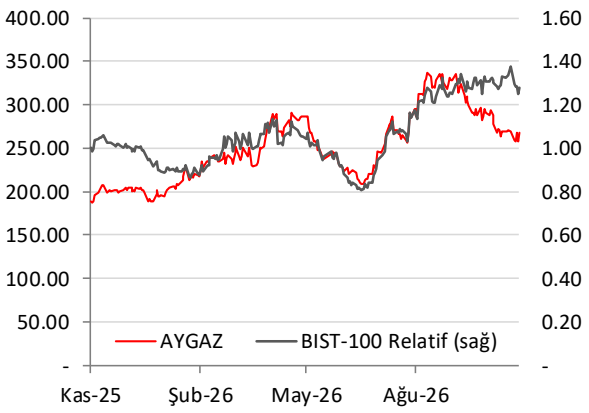
Aygaz'ın **toplam satış hacmi**, uluslararası satışlardaki büyümenin katkısıyla 3Ç26'da yıllık %23 artarak 750 bin tona ulaştı. Buna karşılık, otogaz ve tüpgaz satış hacimleri yalnızca %3 artış kaydetti. FAVÖK, stok kârı farkları ve artan satış hacminin desteğiyle 3Ç26'da yıllık %37 büyüyerek 1.786 milyon TL'ye ulaştı. Aygaz, 3Ç25'te herhangi bir stok kârı/zararı kaydetmezken, 3Ç26'da 326 milyon TL stok kârı elde etti. **Tüpraş operasyonları**: Tüpraş, 3Ç26'da %335 artışla 68,7 milyar TL net kâr açıklayarak piyasa beklentisinin ve tahminimizin %14 üzerinde sonuç elde etti. Tüpraş'ın net kârı, rafine ürünler sektöründe kapasite kullanım oranlarının düşmesine ve arz sıkışıklığına yol açan jeopolitik gelişmelerin desteklediği güçlü rafineri marjları sayesinde reel bazda yıllık artış gösterdi.

Aygaz'ın net nakit pozisyonu, ticari borç ödeme vadelerindeki iyileşmenin katkısıyla 2Ç26 sonundaki 3,9 milyar TL (85 milyon dolar) seviyesinden 3Ç26 sonunda 4,5 milyar TL'ye (93 milyon dolar) yükseldi. Aygaz, ekim ayında Tüpraş'tan 1,0 milyar TL temettü geliri elde etti. Hatırlanacağı üzere Aygaz, 1Y26'da toplam 353 milyon dolar tutarında üç adet VLGC (çok büyük gaz taşıyıcı) LPG tankeri siparişi vermişti. Ödemelerin büyük bölümünün tankerlerin teslimat tarihlerine yakın dönemlerde, sırasıyla 2028, 4Ç28 ve 2Ç29'da yapılması planlanıyor. Şirket, 2026 yılında tanker alımları için bugüne kadar 2,1 milyar TL harcama gerçekleştirdi.

"Nötr" önerimizi koruyoruz. Son finansal sonuçları ve Tüpraş değerlememizde yaptığımız yukarı yönlü revizyonu modelimize yansıtarak 12 aylık hedef fiyatımızı %4 artırdık. Öte yandan, Aygaz hisselerinin Tüpraş iştirakinin piyasa değerine oldukça yakın seviyede işlem gördüğüne dikkat çekmek isteriz. Aygaz'ın iskontolu işlem görmesi gerektiğini düşünmekle birlikte (değerlememizde %30 hedef NAD iskontosu uyguluyoruz), Tüpraş'a kıyasla mevcut fiyatlamanın adil olmayabileceğini değerlendiriyoruz.

Bloomberg Kodu	AYGAZ TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	358.00 (önceki 345.00)
Güncel Fiyat, TL	267.75
Getiri Potansiyeli	34%
Piyasa Değeri, mn TL	58,852
Firma Değeri, mn TL	-17,325

Finansal Veriler	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	89,658	132,621	146,728	171,149
FAVÖK, mn TL	3,162	5,331	6,706	7,715
Net Kâr, mn TL	4,997	15,612	9,627	13,209
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	-2,433	-4,912	-7,941	-1,692
Net Borç/FAVÖK	-0.8	-0.9	-1.2	-0.2
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	3.5%	4.0%	4.6%	4.5%
Net Marj	5.6%	11.8%	6.6%	7.7%
Temettü Verimi	6.6%	6.2%	4.9%	8.2%
Büyüme				
Ciro, y/y	9.6%	47.9%	10.6%	16.6%
FAVÖK, y/y	n.m.	68.6%	25.8%	15.0%
Net Kâr, y/y	135.4%	212.5%	-38.3%	37.2%
Değerleme Verisi	**2025**	**2026T**	**2027T**	**2028T**
F/K	8.4	2.8	5.0	4.5
FD/FAVÖK	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
FD/Ciro	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Hisse Verileri	**1A**	**3A**	**12A**	**YBG**
Nominal Getiri	-5.1%	-8.1%	39.4%	41.3%
BİST-100 Relatif	2.3%	10.2%	32.2%	36.6%
AOİH, mn TL	168	324	232	261



Çeyreksel Özet

	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
milyon TL	3Ç26	3Ç25	y/y	2Ç26	ç/ç	Piyasa	AK	Piyasa Fark
Net Satışlar	31,497	27,547	*14%*	30,684	*3%*	31,113	31,567	*1%*
FAVÖK	1,786	1,300	*37%*	1,209	*48%*	1,355	1,355	*32%*
FAVÖK Marjı	*5.7%*	*4.7%*	*95 bps*	*3.9%*	*173 bps*	*4.4%*	*4.3%*	*132 bps*
Net Kar	7,216	2,205	*227%*	4,517	*60%*	5,471	5,767	*32%*

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Tahminlerde Revizyonlar	Yeni			Eski		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	132,621	146,728	171,149	115,276	129,408	158,630
% büyüme	*48%*	*11%*	*17%*	*29%*	*12%*	*23%*
FAVÖK	5,331	6,706	7,715	4,800	6,319	7,799
FAVÖK Marjı	*4.0%*	*4.6%*	*4.5%*	*4.2%*	*4.9%*	*4.9%*
Net Kar	15,612	9,627	13,209	9,399	7,304	7,582
% büyüme	*212.5%*	*-38.3%*	*37.2%*	*88.1%*	*-22%*	*4%*
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	15%	13%	8%			
FAVÖK	11%	6%	-1%			
Net Kar	66%	32%	74%			
Hedef Fiyat		358.4			345.0	
Hedef Fiyat Değişimi		4%				

Kaynak: AK Yatırım Araştırma

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	9A25	9A26	SBY 25	SBY 26
Satış Gelirleri	**27,547**	**27,435**	**24,732**	**30,684**	**31,497**	**84,025**	**86,913**	**116,815**	**114,348**
Satışların Maliyeti	24,264	24,609	21,868	27,403	27,650	75,224	76,921	105,338	101,531
Brüt Kar	**3,283**	**2,826**	**2,864**	**3,281**	**3,847**	**8,801**	**9,991**	**11,477**	**12,817**
Operasyonel Giderler	2,421	2,300	2,454	2,525	2,524	7,173	7,503	9,394	9,803
Faaliyet Karı	**862**	**526**	**410**	**755**	**1,323**	**1,628**	**2,488**	**2,082**	**3,014**
Amortisman ve İtfa Payları	438	448	456	454	463	1,329	1,373	1,751	1,821
FAVÖK	**1,300**	**974**	**866**	**1,209**	**1,786**	**2,957**	**3,861**	**3,834**	**4,835**
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	1,580	2,674	6	3,963	6,169	2,457	10,138	3,365	12,812
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	131	91	45	21	-68	376	-3	581	88
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	1,369	834	224	4,144	6,276	2,149	10,645	2,745	11,478
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	5	1,562	8	-8	43	19	42	49	1,604
Finansal Gelir / (Gider)	261	448	341	121	230	497	692	855	1,140
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-187	-261	-612	-315	-312	-584	-1,238	-865	-1,499
Vergi Öncesi Kar	**2,442**	**3,199**	**416**	**4,718**	**7,492**	**4,085**	**12,626**	**5,447**	**15,826**
Vergi Geliri / (Gideri)	-236	-554	-263	-201	-276	-519	-741	-712	-1,295
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	-282	-284	-196	-478	-249	-697	-923	-649	-1,207
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	45	-270	-68	277	-27	177	182	-63	-88
Vergi Sonrası Net Kar	**2,205**	**2,646**	**152**	**4,517**	**7,216**	**3,566**	**11,885**	**4,735**	**14,531**
Durdurulan Faaliyetler Kar / (Zarar)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Azınlık Payları	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Kar	**2,205**	**2,646**	**152**	**4,517**	**7,216**	**3,566**	**11,885**	**4,735**	**14,531**

Büyüme (Yıllık)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	9A25	9A26	SBY 25	SBY 26
Satış Gelirleri	-20.8%	-16.3%	-13.6%	10.2%	14.3%	-16.2%	3.4%		-2.1%
Operasyonel Giderler	-2.0%	3.6%	4.7%	4.8%	4.2%	-9.8%	4.6%		4.3%
Faaliyet Karı	-16.8%	15.7%	14.5%	84.9%	53.6%	191.1%	52.8%		44.7%
FAVÖK	-9.4%	11.1%	7.4%	42.2%	37.4%	49.7%	30.6%		26.1%
Net Kar	21.9%	126.3%	770.2%	236.3%	227.2%	56.1%	233.3%		206.9%

Karlılık / Rasyo Analizi	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	9A25	9A26	SBY 25	SBY 26
Brüt Kar Marjı	11.9%	10.3%	11.6%	10.7%	12.2%	10.5%	11.5%	9.8%	11.2%
Operasyonel Gider Marjı	8.8%	8.4%	9.9%	8.2%	8.0%	8.5%	8.6%	8.0%	8.6%
Faaliyet Kar Marjı	3.1%	1.9%	1.7%	2.5%	4.2%	1.9%	2.9%	1.8%	2.6%
FAVÖK Marjı	4.7%	3.5%	3.5%	3.9%	5.7%	3.52%	4.44%	3.28%	4.23%
Efektif Vergi Oranı	9.7%	17.3%	63.3%	4.3%	3.7%	12.7%	5.9%	13.1%	8.2%
Net Kar Marjı	8.0%	9.6%	0.6%	14.7%	22.9%	4.2%	13.7%	4.1%	12.7%
Parasal Kazanç (Kayıp)	-0.7%	-1.0%	-2.5%	-1.0%	-1.0%	-0.7%	-1.4%	-0.7%	-1.3%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	2.4%	0.5%	-12.4%	5.6%	4.2%	3.1%	0.0%	2.9%	0.1%
Serbest Nakit Akımı Marjı	1.5%	9.0%	-10.7%	9.6%	1.9%	5.6%	1.0%	3.7%	3.0%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	51%	15%	-353%	141%	73%	87%	-1%	88%	2%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	0.9%	-3.8%	3.9%	-1.0%	2.2%	1.5%	1.6%	4.4%	0.3%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-1.8%	0.7%	-12.4%	1.4%	-0.5%	-0.6%	-3.2%	0.9%	-2.3%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26	9A25	9A26	SBY 25	SBY 26
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	**662**	**145**	**-3,058**	**1,709**	**1,312**	**2,569**	**-37**	**3,363**	**108**
Düzeltme Öncesi Kar	2,205	2,646	152	4,517	7,216	3,566	11,885	4,735	14,531
Amortisman ve İtfa Payları	438	448	456	454	463	1,329	1,373	1,751	1,821
İşletme Sermayesindeki Değişim	-503	199	-3,062	415	-166	-484	-2,813	1,089	-2,614
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-1,479	-3,148	-605	-3,676	-6,200	-1,842	-10,482	-4,212	-13,630
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	**-260**	**2,324**	**417**	**1,232**	**-704**	**2,174**	**946**	**905**	**3,270**
Sabit Sermaye Yatırımları	-260	1,040	-963	306	-704	-1,300	-1,361	-5,133	-321
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	0	1,284	1,381	926	0	3,474	2,307	6,037	3,591
Serbest Nakit Akımı	**402**	**2,469**	**-2,641**	**2,941**	**609**	**4,742**	**909**	**4,268**	**3,378**
Finansman Faaliyetlerden Nakit	**1,169**	**468**	**-2,836**	**322**	**440**	**-2,357**	**-2,073**	**-1,115**	**-1,606**
Finansal Borçlardaki Değişim	799	0	-222	2	52	799	-168	1,545	-168
Temettü	0	0	-3,115	0	0	-4,077	-3,115	-4,077	-3,115
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	370	468	501	320	389	921	1,210	1,417	1,678
Çevrim Farkları	76	116	71	42	104	274	217	343	333
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	**1,647**	**3,052**	**-5,406**	**3,305**	**1,154**	**2,659**	**-947**	**3,496**	**2,105**

Bilanço (milyon TL)	3Ç25	4Ç25	1Ç26	2Ç26	3Ç26
Dönen Varlıklar	**18,455**	**21,449**	**16,097**	**17,204**	**23,361**
Nakit ve Nakit Benzerleri	7,782	10,627	4,634	7,510	8,066
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	5,907	5,697	6,694	5,811	6,993
Stoklar	3,854	3,709	2,763	1,446	5,421
Diğer Dönen Varlıklar	912	1,415	2,005	2,437	2,882
Duran Varlıklar	**80,786**	**80,785**	**77,093**	**84,903**	**89,619**
Finansal Yatırımlar	6,014	6,151	5,098	5,788	4,655
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	60,573	60,216	57,086	63,326	66,985
Maddi Duran Varlıklar	13,564	13,427	13,990	13,278	13,555
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	341	604	570	531	564
Diğer Duran Varlıklar	294	388	348	1,981	3,860
Toplam Varlıklar	**99,241**	**102,233**	**93,191**	**102,107**	**112,980**
Kısa Vadeli Yükümlülükler	**13,435**	**13,093**	**10,068**	**11,068**	**18,357**
Finansal Borçlar	2,845	2,796	2,407	2,364	2,418
Ticari Borçlar	7,240	7,013	4,726	5,773	12,850
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,350	3,283	2,935	2,931	3,089
Uzun Vadeli Yükümlülükler	**2,134**	**2,643**	**2,484**	**2,276**	**2,253**
Finansal Borçlar	1,030	1,084	1,012	984	1,111
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	1,103	1,559	1,472	1,292	1,142
Özkaynaklar	**83,673**	**86,498**	**80,639**	**88,764**	**92,370**
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	83,673	86,498	80,639	88,764	92,370
Ödenmiş Sermaye	285	220	248	232	220
Rezerv ve Diğer Kalemler	17,045	17,290	14,677	18,302	14,704
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	62,777	62,776	65,561	65,560	65,561
Dönem Net Karı / (Zararı)	3,566	6,212	152	4,669	11,885
Azınlık Payları	0	0	0	0	0
Toplam Kaynaklar	**99,241**	**102,233**	**93,191**	**102,107**	**112,980**
Yatırım Sermayesi (IC)	80,869	81,310	80,895	85,893	88,976
İşletme Sermayesi	2,521	2,393	4,731	1,484	-436
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	2%	2%	4%	1%	0%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükün	83	525	3,802	990	-643
Toplam Borç	3,875	3,881	3,419	3,348	3,529
Net Borç / (Nakit)	-9,921	-12,897	-6,314	-9,950	-9,191
Net Borç / G12A FAVÖK	-2.6	-3.3	-1.6	-2.3	-1.9
Net Borç / Özkaynaklar	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	-2,424	-3,944	-3,251	-2,263	-6,045

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2026